

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

30 août 2012 – N°567

### Comment sortir de la crise de la zone euro ?

*Le point de départ est de constater que la stratégie utilisée aujourd'hui (consolidation budgétaire rapide dans tous les pays, recherche dans beaucoup de pays de gains de compétitivité par la baisse des salaires) ne marche pas, car elle conduit à une telle dépression de l'activité que les déficits publics ne se réduisent plus, que la croissance potentielle est affectée négativement, que les déficits extérieurs sont très difficiles à corriger.*

*Une stratégie alternative consisterait :*

- 1- A distinguer entre les pays confrontés à une crise de solvabilité (budgétaire et/ou extérieure) et les pays confrontés à une crise de liquidité ;*
- 2- A fixer un niveau maximum pour les taux d'intérêt des pays en crise de liquidité, respecté par les interventions de l'EFSF-ESM et surtout de la BCE ;*
- 3- En ce qui concerne les pays en crise de solvabilité, à se demander si le problème de solvabilité se résoudrait avec une croissance potentielle raisonnablement plus forte ou non ; si la réponse est positive, il faut étaler l'ajustement dans le temps pour permettre au pays d'augmenter sa croissance potentielle ; si la réponse est négative, une restructuration des dettes (publique et extérieure) est inévitable, car on ne peut pas continuer à prêter à des pays qui ne rembourseront pas leurs dettes.*

RECHERCHE ECONOMIQUE  
Rédacteur :  
**Patrick ARTUS**

**La stratégie mise en place aujourd'hui dans la zone euro ne marche pas**

Nous allons nous concentrer sur les cas de l'**Espagne**, de l'**Italie**, du **Portugal**, de la **Grèce**.

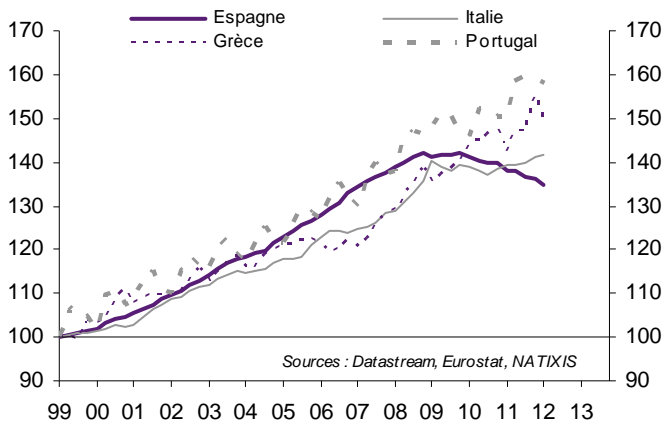
La stratégie mise en place aujourd'hui consiste à vouloir mener une **consolidation budgétaire rapide dans tous les pays (tableau 1)** et à rechercher l'amélioration de la **compétitivité-coût par la baisse des salaires (graphiques 1 a/b/c)**.

**Tableau 1**  
Prévisions des déficits publics par les gouvernements (% du PIB)

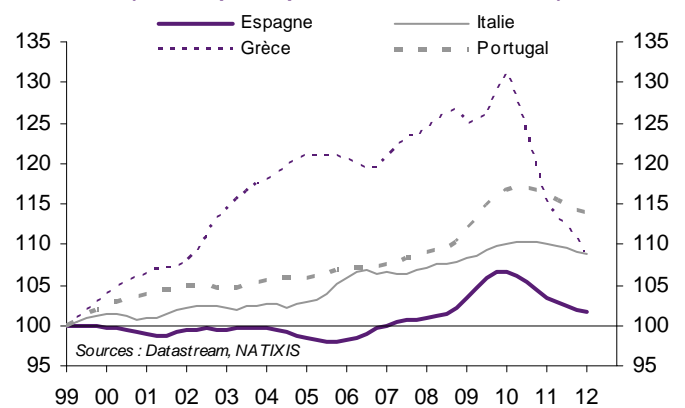
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Espagne</b>	-4,5	-11,2	-9,3	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8	-1,9	-	-
<b>Italie</b>	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	-	-	-
<b>Grèce</b>	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1	-6,5	-4,9	-2,6	-1,1	-	-
<b>Portugal</b>	-3,6	-10,2	-9,8	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-	-

Sources : Sources Nationales, Natixis

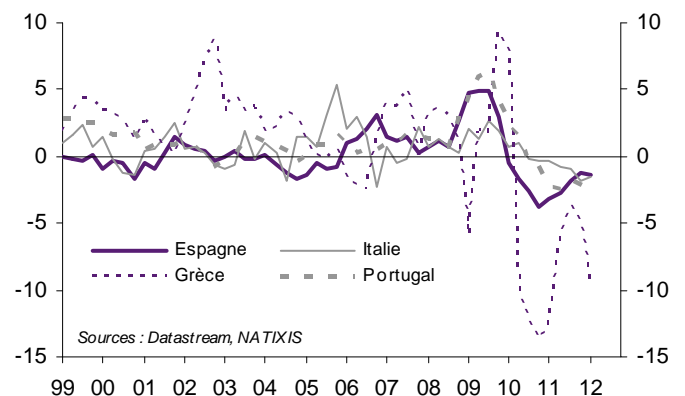
**Graphique 1a**  
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



**Graphique 1b**  
 Salaire réel par tête  
(déflaté par le prix conso, 100 en 1999:1)



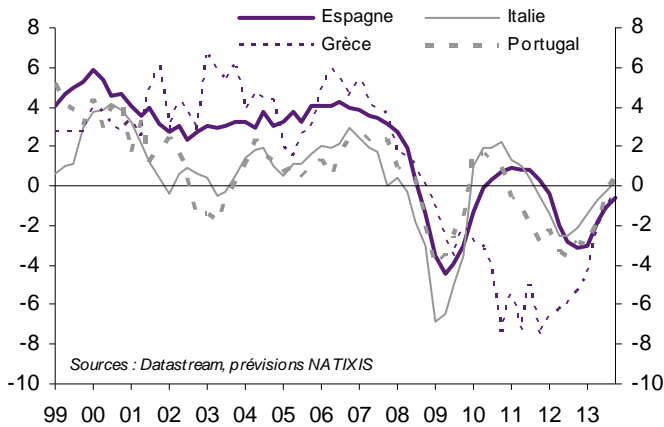
**Graphique 1c**  
 Salaire réel par tête  
(déflaté par le prix conso, GA en %)



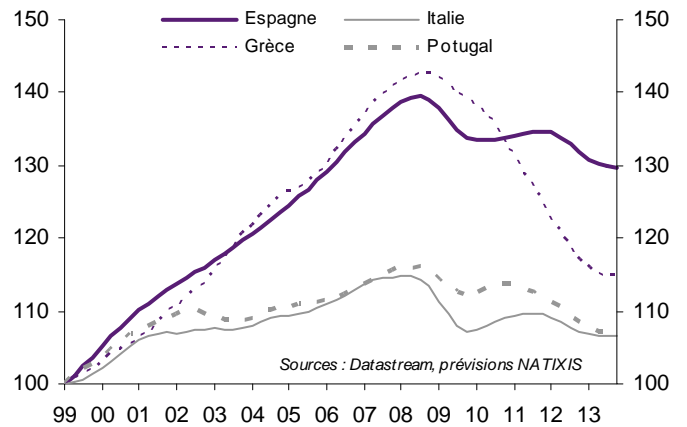
Cette stratégie a bien sûr conduit à une **très forte compression de la demande intérieure** d'où un **fort recul de l'activité (graphiques 2 a/b)** avec des conséquences catastrophiques :

- **incapacité à réduire les déficits publics (graphiques 3 a/b/c/d)** ; au Portugal, en juin-juillet 2012, il y a des recettes exceptionnelles) ;

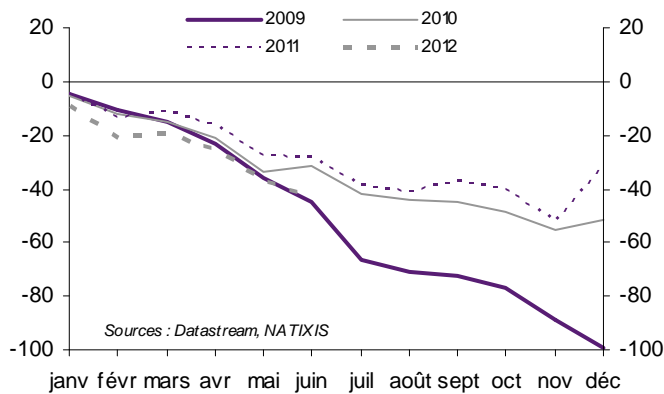
**Graphique 2a**  
Croissance du PIB en volume (GA en %)



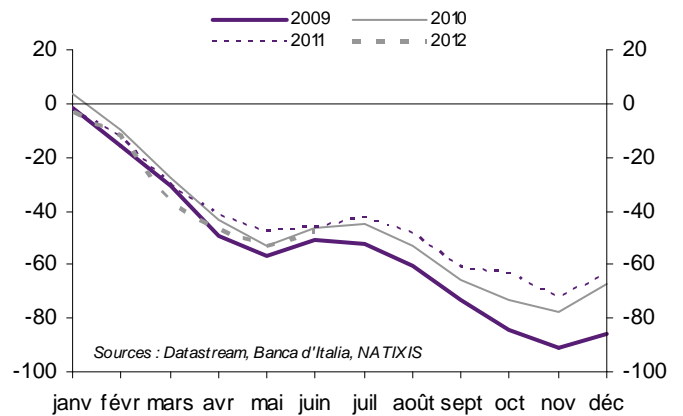
**Graphique 2b**  
PIB en volume (100 en 1999:1)



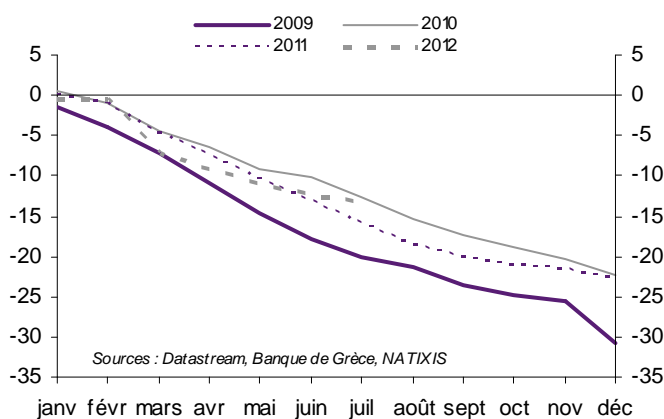
**Graphique 3a**  
Espagne : déficit public cumulé  
(en Mds d'euros)



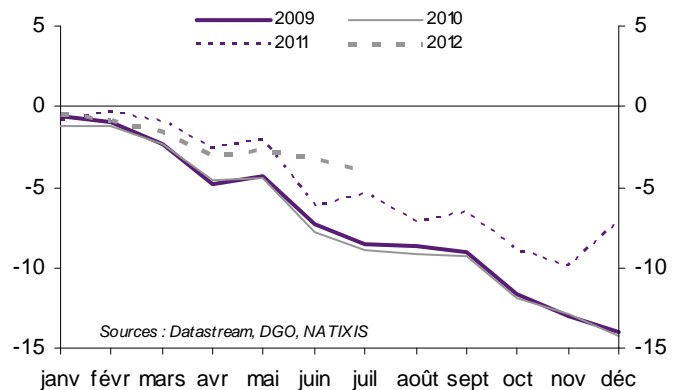
**Graphique 3b**  
Italie : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



**Graphique 3c**  
Grèce : déficit public cumulé (en Mds d'euros)

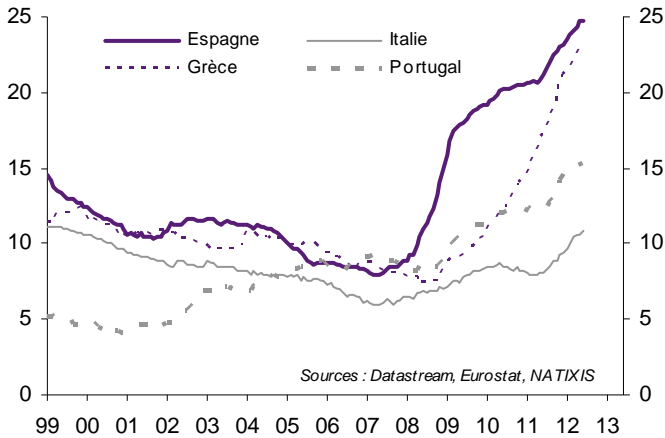


**Graphique 3d**  
Portugal : déficit public cumulé  
(en Mds d'euros)

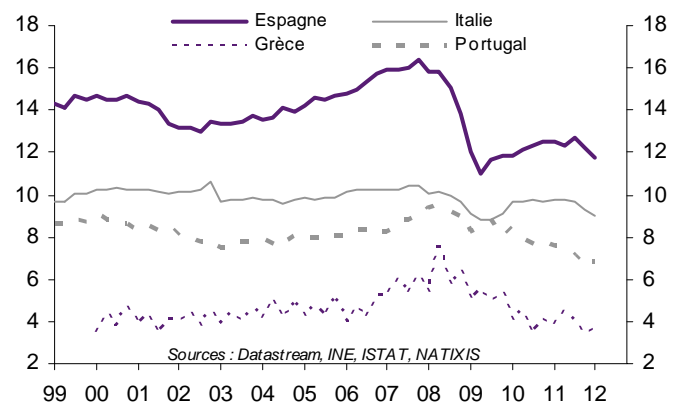


- **perte de croissance potentielle** avec la perte de capital humain due au **chômage de masse (graphique 4a)**, avec le **recul de l'investissement des entreprises (graphique 4b)**, avec le **recul des investissements publics (graphique 4c)** ;
- **très grande difficulté pour réduire les déficits extérieurs (graphique 5a)**, avec la perte d'exportations due à la croissance faible dans toute l'Europe (**graphique 5b**) ; le Portugal est ici dans une situation meilleure que les autres pays.

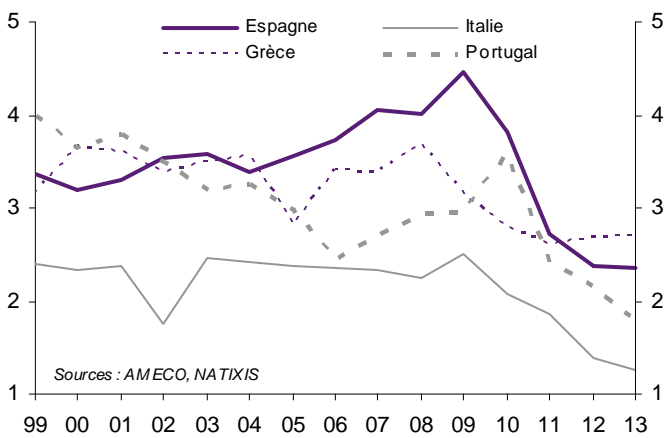
**Graphique 4a**  
Taux de chômage (en %)



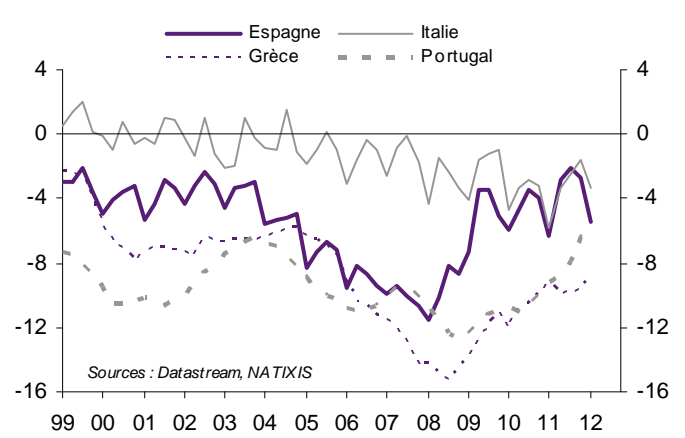
**Graphique 4b**  
Investissement total des entreprises  
(volume, en % du PIB)



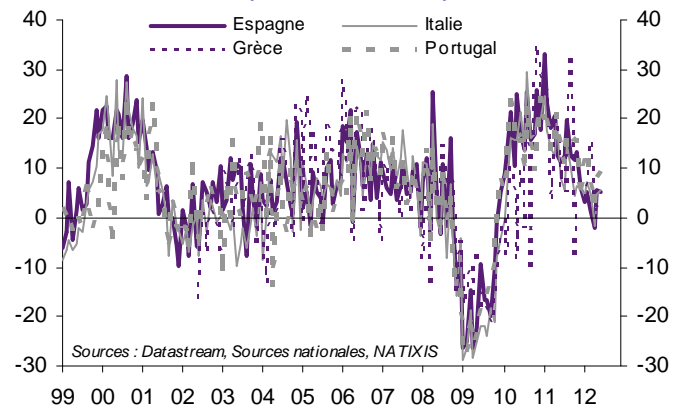
**Graphique 4c**  
Investissement public (en % du PIB)



**Graphique 5a**  
Balance courante (en % du PIB)



**Graphique 5b**  
Exportations en valeur de biens  
(en euro, GA en %)



**Il faut donc abandonner cette stratégie qui déprime considérablement l'activité sans réaliser ses objectifs en termes de réduction des déficits publics et des déficits extérieurs.**

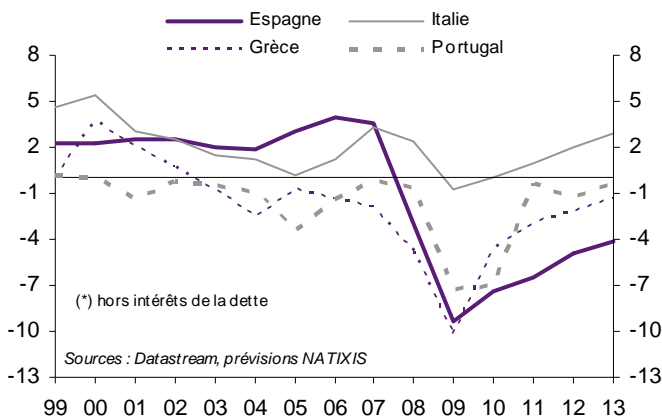
## Une stratégie de rechange pour la zone euro

Nous pensons qu'une stratégie de rechange plus efficace pour la zone euro impliquerait :

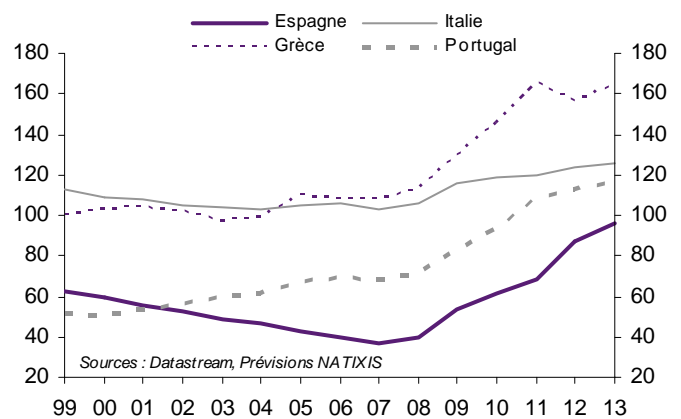
- **Etape (1) - De distinguer entre les pays confrontés à une crise de solvabilité (budgétaire et/ou extérieure) et les pays confrontés seulement à une crise de liquidité** (ces derniers pays sont solvables mais ne peuvent pas se financer à des conditions normales).

**La solvabilité budgétaire est assurée** quand l'excédent budgétaire primaire (hors intérêts sur la dette publique) est supérieur au produit de la dette publique par l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance. **Ceci sera le cas en 2013 en Italie mais pas dans les trois autres pays** compte tenu de la faiblesse de la croissance (graphiques 6 a/b/c).

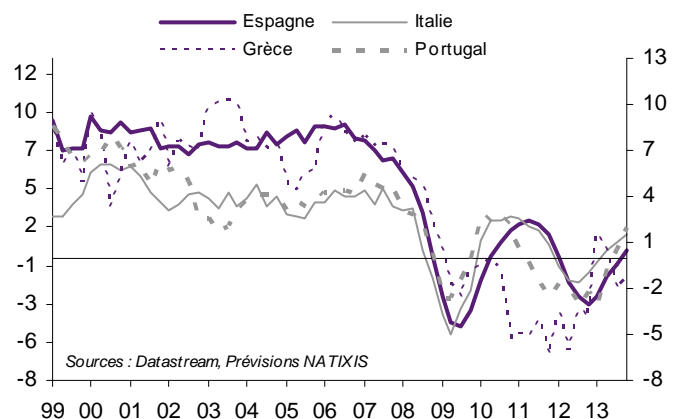
**Graphique 6a**  
Déficit public primaire\* (en % du PIB)



**Graphique 6b**  
Dette publique (en % du PIB valeur)



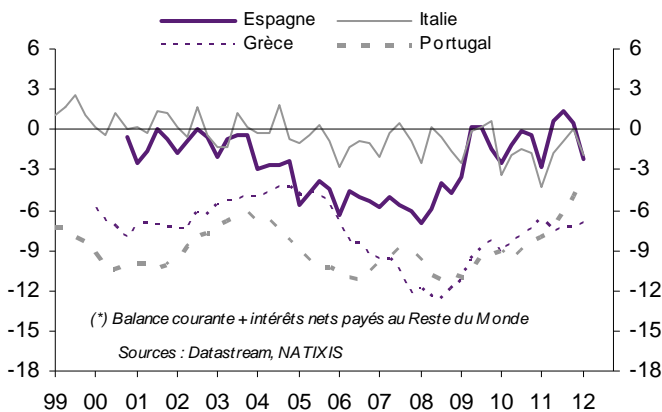
**Graphique 6c**  
PIB valeur (GA en %)



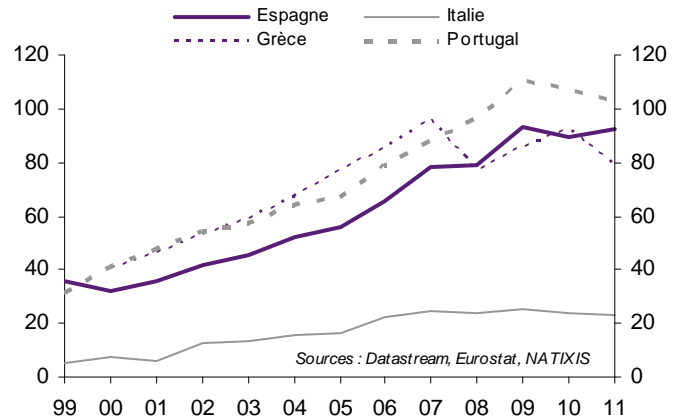
Il faudrait, pour assurer en 2013 la solvabilité budgétaire, un excédent budgétaire primaire de 4,5 points de PIB en Espagne, 6,5 points de PIB en Grèce, 3,5 points de PIB au Portugal.

**La solvabilité extérieure est assurée** lorsque l'excédent primaire de la balance courante (déficit de la balance courante corrigé des intérêts sur la dette extérieure) est supérieur au produit de la dette extérieure par l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance. **La solvabilité extérieure n'est assurée dans aucun des quatre pays**, puisqu'ils ont des déficits primaires de la balance courante (**graphique 7a**), mais **l'effort pour atteindre la solvabilité est assez faible en Italie** en raison du faible niveau de la dette extérieure de l'Italie (**graphique 7b**).

**Graphique 7a**  
Balance courante primaire\* (en % du PIB)



**Graphique 7b**  
Dette extérieure nette (en % du PIB valeur)



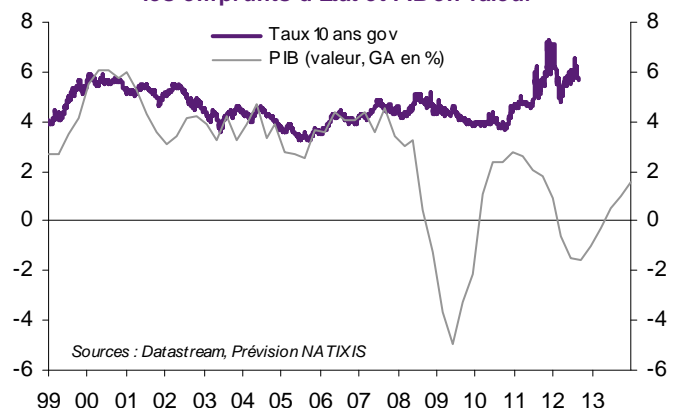
**Au total cette analyse conclurait probablement que, dans les conditions présentes, l'Italie est confrontée à une crise de liquidité, l'Espagne, la Grèce et le Portugal à une crise de solvabilité.**

- **Etape (2) - De prêter aux pays en crise de liquidité de manière à plafonner les taux d'intérêt auxquels ils sont confrontés.**

Les pays en crise de liquidité (Italie) sont confrontés à des taux d'intérêt beaucoup trop élevés (**graphique 8**) qui dépriment l'activité, réduisent l'investissement et la croissance potentielle, ce qui peut transformer à terme la crise de liquidité en crise de solvabilité.

La réponse est alors connue : **il faut prêter à ces pays de manière à plafonner leurs taux d'intérêt à un niveau acceptable.** Dans le cas de la zone euro, il peut s'agir de prêts de l'EFSF-ESM, mais plus normalement, compte tenu des montants qui peuvent être nécessaires, **d'achats de dette publique par la BCE.**

**Graphique 8**  
Italie: taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et PIB en valeur

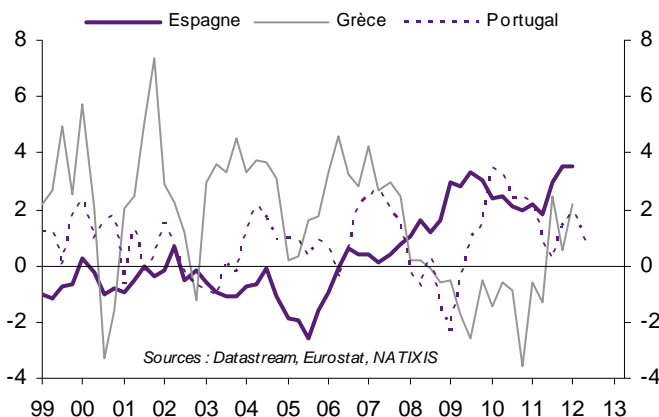


- **Etape (3) - Analyser la situation des pays en crise de solvabilité pour savoir s'ils peuvent redevenir solvables grâce à un supplément de croissance potentielle.**

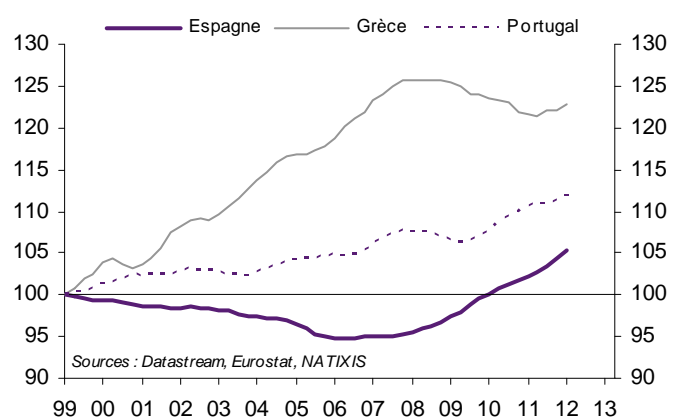
On l'a vu plus haut, **la stratégie suivie aujourd'hui dans la zone euro conduit à une perte de croissance potentielle** qui dégrade la solvabilité des pays.

Il faudrait au contraire se demander **si avec une augmentation réaliste des gains de productivité et de la croissance potentielle le pays redeviendrait solvable**. Nous regardons les trois pays, Espagne, Portugal, Grèce, qui ont un problème de solvabilité. **Les gains de productivité (graphiques 9 a/b)** sont faibles en Grèce et au Portugal (autour de 1% par an) mais se sont redressés en Espagne.

**Graphique 9a**  
Productivité par tête (GA en %)



**Graphique 9b**  
Productivité par tête (100 en 1999:1)



**Quelle hausse de la croissance de long terme serait nécessaire dans ces pays pour que la solvabilité budgétaire et extérieure soit obtenue en 2013 ?** Les calculs déjà faits plus haut montrent **qu'il faudrait une croissance de long terme en valeur pour que ce soit le cas** de :

10,5% par an en Espagne,  
8,5% par an en Grèce ;  
8% par an au Portugal ;

**ce qui est complètement impossible.**

On a alors en théorie **deux cas** :

- **Pour les pays qui peuvent, de manière réaliste, devenir solvables grâce à un supplément de croissance potentielle (ce n'est donc le cas d'aucun pays aujourd'hui), il faut leur permettre d'obtenir ce supplément de croissance, en particulier en lissant dans le temps l'ajustement budgétaire, l'ajustement rapide on l'a vu réduisant la croissance aussi bien à court terme qu'à long terme.** L'Union Européenne peut aussi aider ces pays à obtenir davantage de croissance potentielle par des investissements efficaces (infrastructures, éducation, financement d'entreprises innovantes...).
- **Pour les pays qui ne peuvent pas, raisonnablement, redevenir solvables (Espagne, Grèce, Portugal), la seule solution est la restructuration (réduction) de la dette.** Si elle n'est pas mise en place, on se trouve dans une **situation absurde** (celle de la Grèce aujourd'hui vis-à-vis des investisseurs publics) où **les prêts faits par l'UE aux pays servent à assurer le service de la dette du pays vis-à-vis de l'UE (tableau 2).**



**Tableau 2**  
**Echéanciers des tombées de remboursements**

Grèce	maturité	Notionnel (en Mds d'Euros)
EC877262 Corp	11/01/2012	0,02
EH720014 Corp	20/03/2012	9,77
EJ0420806 Corp	20/03/2012	4,35
EJ0449953 Corp	20/03/2012	0,32
EC504543 Corp	18/05/2012	4,67
EJ0423602 Corp	18/05/2012	2,11
EJ0450233 Corp	18/05/2012	1,22
ED352672 Corp	20/06/2012	0,41
EI5790882 Corp	30/06/2012	0,14
EI534888 Corp	31/07/2012	0,13
EG221025 Corp	20/08/2012	7,84
EI5348566 Corp	31/03/2013	0,06
EJ042240 Corp	20/05/2013	3,31
EJ043289 Corp	20/05/2013	0,78
EJ045143 Corp	20/05/2013	1,28
CP507291 Corp	20/05/2013	0,00
EC814966 Corp	20/05/2013	4,49
EJ045087 Corp	20/05/2013	0,23
EJ043309 Corp	20/05/2013	0,08
ED767404 Corp	03/07/2013	0,41
EJ0433098 Corp	03/07/2013	0,08
EH264771 Corp	20/08/2013	6,01
EJ0451991 Corp	20/08/2013	0,27
EJ043337 Corp	20/08/2013	1,90
EF841909 Corp	30/09/2013	0,30

Source : Bloomberg

**Tableau 2 (suite)**

**Plan d'aide à la Grèce**

	Dates	Montant prévu	Répartition	Montant déboursé
<b>Plan 1</b>	Mai 2011 à déc. 2011	110	80 UE 30 FMI	73
<b>Plan 2</b>	Mars 2012 à 2015	130	102 EFSF/FESM 28 FMI	

**Plans**

	Dates	Montant (milliards euros)	Répartition
<b>Plan 1</b>	Mai-2010 à Déc-2011	73	50 UE 30 FMI
<b>Plan 2</b>	mars-12	130	102 EFSF/FESM 28 FMI

**Paiements effectués**

Dates	Montant (milliards euros)	Répartition
<b>mai-10</b>	20	14,5 UE 5,5 FMI
<b>sept-10</b>	9,1	6,5 UE 2,6 FMI
<b>dec-10 à jan-11</b>	9	6,5 UE 2,5 FMI
<b>mars-11</b>	15	10,9 UE 4,1 FMI
<b>juil-11</b>	11,9	8,7 UE 3,2 FMI
<b>déc-11</b>	8	5,8 UE 2,2 FMI

<b>Total</b>	<b>73</b>
<b>Total UE</b>	<b>52,9</b>
<b>Total FMI</b>	<b>20,1</b>

Sources : NATIXIS



**Synthèse : une stratégie différente va-t-elle être mise en place dans la zone euro ?**

**La stratégie présente de la zone euro a montré qu'elle ne marchait pas :** dépression de l'activité, absence d'amélioration des finances publiques, difficulté à réduire les déficits extérieurs, perte de croissance potentielle.

Nous proposons une **stratégie alternative** :

- 1- Tri entre les pays en crise de liquidité et les pays en crise de solvabilité.
- 2- Contrôle par la BCE des taux d'intérêt des pays en crise de liquidité.
- 3- Séparation des pays en crise de solvabilité en deux groupes : ceux où un supplément réaliste de croissance potentielle restaure la solvabilité, ceux où ce n'est pas le cas.
- 4- Pour les premiers, étalement dans le temps de l'ajustement budgétaire, soutien européen aux politiques d'augmentation de la croissance potentielle.
- 5- Pour les seconds, défaut (restructuration des dettes).

Si les autorités européennes persistent dans la stratégie présente :

- la zone euro sera en récession en 2013 ;
- les déficits publics ne s'amélioreront pas ;
- l'UE prêtera à des pays qui ne rembourseront pas.